股票质押融资与银行信贷资产质量

作者：

唐凯桃，博士，注册会计师、会计师，重庆工商大学会计学院、中国民生银行成都分行

赵琳，硕士、讲师，西华师范大学商学院

张清源，硕士生，重庆工商大学会计学院

联系人：唐凯桃

联系电话：15388173227

邮箱：tangkaitao@yea.net

**摘要：**股票质押融资风险随业务规模扩大逐渐暴露。现有研究普遍关注股票质押融资违约可能导致的上市公司控制权转移风险、经济后果及其对策建议，较少关注股票质押融资业务对银行信用风险的影响。文章以股票质押融资业务对银行信贷资产质量的影响为切入点，从质押股票价格波动、质押率、质押比例等因素出发，分析股票质押融资业务对银行信贷资产质量的影响，并进行了相应的实证检验。结果表明，股价波动越大，对质押融资业务中银行信贷资产质量的负向影响越大；进一步研究发现，经济发达地区的上市公司股票价格波动更小，该地区股票质押融资业务对银行信贷资产质量的负向影响显著小于非发达地区。本研究拓展了股票质押融资业务风险管理相关研究，同时也可为银行等金融机构开展相关业务提供决策参考意见。

**一、引言**

借款人将自有产权物品质押给银行等金融机构，以获取信贷资金。银行将质押物品作为缓解信息不对称、降低信用风险，实现信贷资产保值的重要手段。随着经济社会的发展，我国多层次资本市场体系的逐步健全，权益资本市场与信贷资本市场的联动性进一步加强。股票质押融资业务在一定程度上拓宽了资金需求主体的融资渠道，且因其股票具有流动性强、市场定价活跃、易于批量化操作、收益较高等优点，受到银行等金融机构的广泛青睐，截至2019年8月末，股票质押股数达6063亿股，质押比例超过8.51%，质押市值规模约4.54万亿（如表1所示），融资规模约2万亿，逐渐发展成为资本市场重要的融资方式。

表1 2014年-2019年8月A股股票质押规模统计表

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **统计日期** | **A股质押总比例**  **(%)** | **质押公司**  **数量** | **质押笔数**  **(万笔）** | **质押总股数**  **(亿股)** | **质押总市值**  **(万亿)** |
| 2019/8/30 | 8.51% | 3216 | 5.41 | 6063 | 4.54 |
| 2018/12/31 | 9.75% | 3433 | 9.68 | 6345 | 4.23 |
| 2017/12/31 | 10.86% | 3432 | 25.23 | 5681 | 6.16 |
| 2016/12/31 | 10.73% | 2996 | 17.57 | 4466 | 5.44 |
| 2015/12/31 | 9.30% | 2773 | 11.78 | 2978 | 4.93 |
| 2014/12/31 | 6.94% | 2544 | 5.12 | 2167 | 2.58 |

然而，股票价格自身波动性较大，使得其作为质押物较其他质押物，先天存在一定缺陷。若股票价格持续下降，且属于非短暂性下跌，则用于缓解银行信用风险的质押物将出现价值不足，风险开始暴露，银行信贷资产质量将受到一定影响。自股票质押融资业务诞生以来，质押股票价格对银行等金融机构的风险影响一直是主监管部门关注的重点，先后出台了多项举措，规范股票质押业务发展，化解股票质押风险，确保银行信贷资产质量在可控范围内。近年来，受宏观经济形势、上市公司经营业绩等因素影响，股价频繁剧烈波动，质押物价值不足问题突出，导致贷款人信贷资产质量持续承压。2019年以来，已有946家上市公司股东的质押股票跌至平仓线以下，质押物价值下跌导致信贷资产质量持续下降。如何防范股价持续下跌导致银行信用风险聚集，已成为股票质押融资业务顺利开展亟需解决的重大问题。

鉴于商业银行是股票质押融资业务的主要资金提供者[[1]](#footnote-1)，本文以场外质押股票为切入点，梳理股票质押融资业务相关制度文件、研究成果，考察股票质押融资业务对银行信贷资产质量的影响因素及其作用路径，并在实证检验结果的基础上，针对性提出股票质押融资业务信用风险防范举措。

本文余下内容包括文献回顾、理论分析、实证检验以及研究结论与对策建议等四个部分。

**二、文献回顾**

从制度文件看，早期股票质押融资业务相关制度，主要为拓宽资金需求主体融资渠道，维护借贷双方的合法权益，防范金融风险，促进我国资本市场稳健发展（《证券公司股票质押贷款管理办法》（2000）、《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）（2013）》。随着股票质押融资业务规模的持续扩大，加之股票市场波动较大，上市公司控制权极易发生转移，上市公司控制权风险日益凸显，导致资本市场稳定受到一定影响。2018年1月1日起，新的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》开始执行，旨在规避、化解控制权风险。同年10月以来，各地方政府、金融机构主监管部门相继出台了一系列风险化解措施，包括再贴现、再贷款、设立民营企业债券融资支持工具、券商资管计划、保险资管纾困专项产品、以及专项公司债、专项地方债等，有效缓解了股票质押融资风险，维持金融市场稳定。

从研究现状看，已有文献围绕股权质押融资经济后果展开了大量研究，主要包括提高股票质押融资规模、规避控制权转移风险等方面，成果较为丰硕。股权质押融资业务对上市公司最直接的影响在于控制权问题，股价大幅下跌，控股股东无法补仓或提供其他质押物，则极易发生控制权转移，导致上市公司治理结构发生重大变化，引发严重的代理问题，进而对上市公司的经营管理造成不利影响。当大股东预感控制权发生威胁时，将对上市公司信息披露进行干预，倾向性披露信息，如披露好消息、隐藏坏消息，以达到掏空上市公司、规避股价下跌导致控制权转移的目的，因此大股东股权质押比例越高，股价越低时，上市公司信息披露质量越低（张晨宇，2019；钱爱民、张晨宇，2019）。创新投资是企业提高市场竞争力，持续保持经营活力的基础，但存在资金投入大、见效时间长、失败几率高等缺陷，短期内不利于收益的实现，不利于股价提升，不利于大股东股权质押融资，大股东会基于扩大股权质押融资规模目的，干预公司经营活动，减少企业创新投入，提升上市公司短期收益，暂时性提高股价，调节质押股权价值（朱磊等，2019）。特别是货币政策紧缩期，大股东对上市公司创新投入的抑制尤为明显（文雯等，2019）。廖珂等学者发现，若大股东进行了股权质押融资，上市公司更倾向于选择“高转送”股利政策，该特征在控股股东质押股份比例越高、质押股权面临的平仓风险越高时更为显著。现有研究重点围绕大股东如何防范控制权转移风险进行了探讨，大股东可能会在创新投入、信息披露、股利政策选择等方面对上市公司进行干预，以规避控制权转移风险。

现有制度和研究以探讨股东如何提高股票质押融资规模，防范上市公司控制权转移风险为目的，以维护股票市场稳定为主。随着多层次资本市场体系的完善，权益资本市场与信贷资本市场的联系更加紧密。其中，股票质押融资业务已成为股票市场与银行信贷市场的重要纽带，证券市场中，股票价值持续负向变动不仅会对股票市场造成重大负面影响，导致上市公司控制权强制转移，同时还会因质押物价值不足等问题，将风险迅速传导至银行业金融机构，降低银行业金融机构信贷资产质量，增大银行等金融机构信用风险爆发几率。然而，现有研究成果中，鲜有文献从银行信贷资产质量的角度，考察股票质押融资业务对银行信贷资产质量的影响。

**三、理论分析**

股价是股票质押融资业务中的核心要素，其不仅影响资金需求主体的融资金额，更与质押物的是否足值息息相关。当质押股票价格处于上行期，质押物价值较高，业务存续期内，不会对银行资产质量造成负面影响。当质押股票价格持续走低，接近或达到、甚至低于预警线（或平仓线），且属于非暂时性下跌时，将出现质押物价值不足的情况，出现潜在信用风险，进而影响银行信贷资产质量。

质押率是资金融资主体与借款银行贷款博弈的结果，对银行信贷资产质量具有重要影响。质押率较低，意味着融资额度相对较小，质押股票设定的预警线和平仓线相应较低，股价下跌的缓冲空间较大，银行承受质押股票价格下跌的能力越强，信贷资产质量越高。反之，质押率较高，股价负向波动程度越大，信用风险越大，对银行信贷资产质量的负面影响越大。

质押比例，是指股票质押数量占股票数量的比重。对单一股东来讲，质押比例即单一客户质押股票数量与所持有股票数量的比值。该比值越大，表明股票质押集中度越高，弹性空间越小。一旦质押股票下跌至预警线或平仓线附近，银行要求借款人补充质押，以确保质押物足值时，质押比例越低的借款人，补仓能力越强，信用风险越低，银行信贷资产质量越高。即股票质押比例与银行信贷资产质量负相关。

综上所述，股票价格、质押率、质押比例是股票质押融资业务中，影响银行信贷资产质量的重要因素，其作用路径如图1所示。

图1 股权质押业务中银行信贷资产质量影响因素及作用路径

**质押股票**

**价格下降**

**质押物**

**价值不足**

**质押率高**

**（缓冲空间缩小）**

**信贷资产质量**

**（信用风险）**

**价格下降**

**质押比例高**

**（补仓能力不足）**

**四、实证检验**

（一）数据来源与样本选择

以2013年至2018年的A股上市公司的场外股票质押融资数据为研究样本，并做如下处理：一是剔除数据缺失的样本；二是为排除异常值的影响，对所有连续变量在1%和99%分位上做缩尾处理。最终得到1446个观测值，各行业观测值分布情况见表2。数据主要来自CNRDS数据库。

表2 样本行业和年度分布情况

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **行业** | **行业代码** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** | **合计** |
| 农林渔、畜牧业 | A | 2 | 3 | 5 | 2 | 1 | 1 | 14 |
| 采矿业 | B | 14 | 8 | 7 | 3 |  |  | 32 |
| 制造业 | C1 | 19 | 25 | 18 | 15 | 19 | 5 | 101 |
| C2 | 55 | 68 | 120 | 33 | 20 | 7 | 303 |
| C3 | 107 | 120 | 187 | 60 | 20 |  | 494 |
| C4 | 7 | 12 | 7 | 1 |  |  | 27 |
| 电力、热力生产和供应业 | D | 8 | 4 | 6 |  |  |  | 18 |
| 土木工程建筑业 | E | 7 | 8 | 16 | 4 | 1 | 1 | 37 |
| 批发、零售业 | F | 25 | 20 | 20 | 13 | 4 | 1 | 83 |
| 运输业 | G | 5 | 6 | 2 |  |  |  | 13 |
| 住宿业 | H | 2 | 3 | 1 |  |  |  | 6 |
| 软件和信息技术服务业 | I | 46 | 25 | 12 | 6 | 3 | 3 | 95 |
| 资本市场服务业 | J | 4 | 3 | 5 | 3 | 1 |  | 16 |
| 房地产业 | K | 26 | 33 | 20 | 15 | 3 | 1 | 98 |
| 商务服务业 | L | 5 | 6 | 5 | 4 | 1 |  | 21 |
| 专业技术服务业 | M | 5 | 2 | 1 |  |  |  | 8 |
| 生态保护与环境治理业 | N | 7 | 1 | 8 | 3 |  |  | 19 |
| 教育业 | P | 2 |  |  |  |  |  | 2 |
| 卫生 | Q | 3 | 8 | 3 |  |  |  | 14 |
| 新闻和出版业 | R | 8 | 5 | 7 | 4 |  |  | 24 |
| 综合 | S | 7 | 2 | 7 | 3 | 2 |  | 21 |
| 合计 |  | 364 | 362 | 457 | 169 | 75 | 19 | 1446 |

注：根据证监会2012年行业代码进行分类，其中制造业取代码前两位。

从表2列示的分布情况来看，上市公司中涉及股票质押融资最多的行业为制造业，共计925笔，占比近64%，制造业上市公司股票质押业务偏多，主要与上市公司中，制造业公司数量较多有关。从股票质押年份来看，2013年以来，场外质押融资业务持续走高，2015年达到顶峰，随后逐年下降。产生上述现象的原因主要在于，一是2015年以来，通过银行、信托出资，券商设立专项资产管理产品进行场内质押的业务逐渐增多，在一定程度上对场外质押融资业务形成挤压；二是在宏观经济形势不确定因素较多，股票质押业务导致银行信贷资产质量下降，风险增加，以及在地方政府和主监管部门相关风险化解政策的引导下，银行在一定程度上主动（或被动）收缩股票质押融资业务。

（二）变量设计

股价波动（DD），股票质押登记日收盘价与该股票当年股价最低值之差，用以衡量股价波动幅度，数值越大，表明波动幅度越大。

质押比例（RATE），通过质押股数与融资股东持有股数的比值计算得出。该指标数值越大，意味着股票大幅下跌时，融资主体利用股票补充质押的能力越弱。

信贷资产质量（PP），通过以下三步计算得来，一是参照当前实务界主流做法，质押率60%、融资成本7%、预警线130%，计算预警临界值的股价；二是若质押股票股价低于预警临界值，则表明质押物价值偏少，存在较大信用风险，对相应的银行赋值为1，否则为0；三是以银行为对象，对赋值进行加总，得出该银行股票质押融资业务信贷资产质量度量指标。该指标数值越大，表明该银行股票质押融资业务相关信用风险越高，信贷资产质量越低。

（三）描述性统计

表3列示了各变量的描述性统计结果，股价波动（DD）指标最小值为0.03，表明股票质押登记日，股票收盘价均高于当年最低价；从最小值和最大值来看（分别为0.03和38.31），研究样本中，质押股票价格波动差异较大，分位数（25分位、75分位数分别为1.35和7.08）、均值和中位数（分别为5.49和3.35）以及标准差（6.46），也可得出相同结论。从质押比例来看（RATE），最大值为0.67，75分位数为0.07，最小值为0，表明不同样本公司，个别质押业务中质押比例差异较大；从中位数（0.04）、均值（0.06）和标准差（0.07）来看，整体分布较为均匀。银行信贷资产质量指标（PP）中，中位数为0，表明样本公司中，绝大部分银行未因质押股票价格下行发生较严重的信用风险，信贷资产质量较高；均值为8.51，表明样本中，贷款银行因股价下行影响信贷资产质量的股票融资业务平均笔数为8.5笔；从75分位数和最大值来看（分别为14和56），个别银行的股票质押融资业务受股价波动影响较大，样本整体差异较大，从标准差来看（14.75），其数值远高于均值和标准差，同样可得出类似结论。

表3 描述性统计结果

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 | 样本 | 最小值 | 25分位 | 中位数 | 75分位 | 最大值 | 均值 | 标准差 |
| DD | 1446 | 0.03 | 1.35 | 3.35 | 7.08 | 38.31 | 5.49 | 6.46 |
| RATE | 1446 | 0 | 0.02 | 0.04 | 0.07 | 0.67 | 0.06 | 0.07 |
| PP | 1446 | 0 | 0 | 0 | 14 | 56 | 8.510 | 14.75 |

（四）相关性分析

表4列示的是各变量*Pearson*相关性检验结果，股价波动（DD）与银行信贷资产质量（PP）的相关系数为0.368，在0.01的水平下显著，表明质押股票价格离最小值越远，波动越大，银行信贷资产质量越低，即质押股票股价下跌与银行信贷资产质量呈显著负相关关系，与前文理论分析基本一致。质押比例（RATE）与银行信贷资产质量（PP）的相关系数为0.018，表明股票质押比例越高，银行信贷资产质量越低；但从显著性水平来看，质押比例对银行信贷资产质量的影响还需进一步验证。质押比例对银行信贷资产质量影响不显著的原因可能有以下几方面，一是质押率与质押比例因素，对银行信贷资产质量存在交替影响，当质押率较低时，上市公司股东为获取既定金额的融资，不得不提高质押比例，间接扩大了股价下跌对银行信贷资产质量影响的缓冲空间；二是银行在开展股票质押融资业务时，充分考虑了质押比例对银行信贷资产质量的影响，并采取了相应的风险缓释措施，导致实证检验得出了股票质押比例不会显著影响银行信贷资产质量的结论；三是外部事件的影响，在宏观经济下行压力较大的背景下，投资者预期较为悲观，股价持续低位运行，必然伴随着股票质押融资业务风险的聚集，随之而来，地方政府和资本市场主监管部门一系列举措的出台，股票质押相关风险得到较大程度化解，势必会影响股票质押比例对银行信贷资产质量的作用。

表4 *Pearson*相关性检验

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | PP | DD | RATE |
| PP | 1 |  |  |
| DD | 0.368\*\*\* | 1 |  |
| RATE | 0.018 | 0.024 | 1 |

注：\*\*\*代表在0.01的水平下显著，下同。

（五）单变量检验

不同地区因经济发展水平不同，上市公司数量差异较大。一是地区经济发展水平越高，制度体系更加健全，资源配置更加有效，更有可能为企业提供快速发展的土壤。二是地区经济发展越好，市场化水平越高，竞争越充分，专业化经营的水平越高，企业生存能力和持续盈利的能力越强。与经济欠发达的地区相比，发达地区企业更容易在资本市场上获得融资。因此，发达地区的上市公司数量更多。截至2018年末，北京、上海、天津、广东、江苏、浙江、福建等7个省市的上市公司总数达到2314家，占比超过60%。理论上，地区上市公司越多，其股东为扩大再生产，对资金需求越旺盛，在股票质押融资业务成为常用融资方式的背景下，更易发生股票质押融资业务。但股票质押融资业务对银行信贷资产质量的影响，是否因地区发展水平不同而存在显著差异尚不得而知。

文章借鉴已有文献的普遍做法，按地区分组进行单变量检验，考察不同地区中，股票质押融资业务对银行信贷资产质量的影响。具体做法如下，发生股票质押融资业务的上市公司所在地区为前文所述7省市的，则赋值为1（记PRVN=1），否则为0（即PRVN=0），分别进行均值检验和中位数检验（见表5、表6）。

表5 不同地区银行信贷资产质量均值检验结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名 | 非发达地区 | | 发达地区 | | 均值检验 |
| 观测值 | 均值 | 观测值 | 均值 |
| PP | 959 | 12.68 | 487 | 0.318 | 12.357\*\*\* |

从表5列示的不同地区中，股票质押融资业务对银行信贷资产质量影响的均值检验结果来看，非发达地区的银行信贷资产质量指标（PP）均值为12.68，远高于发达地区的均值（0.318），且差异在0.01的水平下显著，表明股票质押融资业务中，发达地区的银行信贷资产质量明显高于非发达地区。

表6 不同地区银行信贷资产质量中位数检验结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名 | 非发达地区 | | 发达地区 | | 卡方检验 |
| 观测值 | 中位数 | 观测值 | 中位数 |
| PP | 959 | 2 | 487 | 0 | 347.380\*\*\* |

从表6列示的不同地区中，股票质押融资业务对银行信贷资产质量影响的中位数检验结果来看，非发达地区的银行信贷资产质量指标（PP）中位数高于发达地区中位数（分别为2和0），中位数差异在0.01的水平下显著，表明股票质押融资业务中，发达地区的银行信贷资产质量显著高于非发达地区，与前文研究结论一致。

**五、研究结论与对策建议**

股票因价格波动频繁、幅度较大等特点，使其作为质押物，经常面临是否足值等问题，加大了股票质押融资业务中银行信贷资产质量的不确定性。本文在回顾政策文件和已有研究成果的基础上，从银行信贷资产质量的影响因素出发，分析质押股票对银行信贷资产质量的作用路径，并进行了实证检验。结果表明，在质押率既定的情况下，股价波动是影响银行信贷资产质量的重要因素，质押比例对银行信贷资产质量没有显著影响；进一步分析发现，经济发达地区的上市公司股价波动幅度更小，其作为质押物对银行信贷资产质量的负向影响更小。

基于此，本文就银行等金融机构开展股票质押融资业务提出如下对策建议，一是加强宏观经济形势研判和上市公司经营管理分析，如市场前景、公司治理、经营业绩等，寻找支撑股价长期稳定的主要因素，准确估值，合理确定股票质押率，确保质押股票价格下行具有充足的缓冲空间，保障银行信贷资产质量。二是差异化开展股票质押融资业务，发达地区上市公司股价更为稳定，其作为质押物价格下行压力相对较小，银行等金融机构可在风险可控的前提下，根据地区经济发展现状，差异化设置质押率，简化股票质押融资业务办理流程，支持实体经济发展。

本文研究也存在一定不足，主要体现在，样本选择方面，在场内质押业务占比较大的情形下，仅以场外股票质押融资业务为研究对象，可能存在样本选择偏差；研究方法方面，未考虑政策制度的影响，随着股票质押融资业务风险的不断暴露，地方政府和金融主监管部门在股票质押融资业务风险化解方面，出台了一系列政策举措，扮演着重要角色，成效较为显著，但基于数据较难获取等原因，本文暂未考虑政策制度因素对股票质押融资业务风险的影响。上述问题与不足，可作为进一步研究的方向。

**参考文献**

[1]张晨宇.股权质押与信息披露质量[J].中南财经政法大学学报,2019(05):1-11.

[2]钱爱民,张晨宇.股权质押与信息披露策略[J].会计研究,2018(12):34-40.

[3]朱磊,孙成,王春燕,徐晓彤.大股东股权质押对企业创新投资的影响分析——基于创业板上市公司的经验证据[J].证券市场导报,2019(02):26-34+76.

[4]文雯,陈胤默,黄雨婷.控股股东股权质押对企业创新的影响研究[J].管理学报,2018,15(07):998-1008.

[5]廖珂,崔宸瑜,谢德仁.控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J].金融研究,2018(04):172-189.

[6]孟辉,孙寅浩.防范新型股价操纵行为[J].中国金融,2015(09):66-67.

1. 场外质押贷款资金主要来自银行；场内质押贷款人主要为券商、信托，但银行仍然是资金的主要提供者，据研报统计，股权质押的最终资金方中，银行占比60%-80%。 [↑](#footnote-ref-1)